

SELL (Unchanged)

TP: Bt 19.00 (From: Bt 20.00)

15 FEBRUARY 2023

Change in Numbers

Downside : 16.3%

PTT Oil And Retail Pcl (OR TB)

แนวโน้มไม่หวั่นเหิน

เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” PTTOR และปรับลดราคาเป้าหมายเป็น 19 บาท จาก 20 บาท เรามองว่า Valuation ของ OR ไม่น่าสนใจที่ 25 เท่า PE ในปี 2023F ขณะที่กำไรเติบโตไม่มาก เนื่องจากการเติบโตของปริมาณที่ชะลอตัวลง เนื่องจากความต้องการที่ฟื้นตัวหลังโควิดกำลังจะสิ้นสุดลง



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ยังคงแนะนำ “ขาย”

เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” OR และปรับลดราคาเป้าหมายเป็น 19 บาท/หุ้น จาก 20 บาท เราปรับลดกำไรปี 2023-25F ลง 11/8/6% เนื่องจากเราปรับลดสมมติฐานอัตรากำไรในธุรกิจ non-oil และรวมผลการดำเนินงานปี 2022A 1) แนวโน้มค่าการตลาดไม่หวั่นเหิน แม้จะมีโอกาสฟื้นตัวจากระดับต่ำใน 4Q22 แต่เรามองว่าค่าการตลาดน้ำมันจะทรงตัวในปี 2023F 2) การเติบโตของปริมาณขายถึงจุดสูงสุด เนื่องจากความต้องการที่ฟื้นตัวหลังโควิดกำลังจะสิ้นสุดลง 3) อัตรากำไรของธุรกิจ non-oil มีแนวโน้มลดลงเนื่องจากค่าใช้จ่ายทางการตลาดและค่าจ้างที่สูงขึ้น และ 4) มูลค่ายังไม่น่าสนใจ OR ซื้อขายที่ 25 เท่า PE ในปี 2023F เทียบกับกำไรที่เติบโตเฉลี่ยที่ 5% ในปี 2023-25F เท่านั้น และยังมีพรีเมียมเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของสถานีบริการน้ำมันไทยที่ 15 เท่า

แนวโน้มค่าการตลาดไม่หวั่นเหิน

ค่าการตลาดของ OR ใน 4Q22 อยู่ที่ 0.5 บาท/ลิตร (เทียบกับช่วงปกติที่ 1 บาท/ลิตร) ซึ่งได้รับผลกระทบจากต้นทุนที่สูงขึ้น เนื่องจาก OR ต้องนำเข้าน้ำมันสำเร็จรูปเนื่องจากการปิดโรงกลั่นในประเทศ การขาดทุนจากสต็อก และการเก็บเงินเข้ากองทุนน้ำมันที่สูง การไม่มีการขาดทุนจากสต็อกและต้นทุนนำเข้าจะทำให้ค่าการตลาดของ OR ติดตัวขึ้นใน 1Q23F แต่อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าค่าการตลาดจะทรงตัวที่ 1 บาท/ลิตร ในปี 2023F 1) หากราคาน้ำมันไม่พุ่งสูงขึ้นอย่างที่เห็นใน 2Q20-2Q22 เราคาดว่า不会有ผลบวกจากค่าการตลาดพิเศษอีกต่อไป 2) แม้รัฐบาลจะปลดล็อกเพดานค่าการตลาดน้ำมันดีเซลที่ 1.4 บาท/ลิตร แต่เราก็ไม่สามารถตัดความเสี่ยงที่อาจถูกแทรกแซงได้ โดยเฉพาะเงินกองทุนน้ำมันที่ยังคงขาดทุน เราคาดว่าจะใช้เวลาประมาณ 5 เดือนในการจ่ายคืนกองทุนน้ำมันที่ขาดทุน อิงตามการเก็บเงินเข้ากองทุนของรัฐบาลปัจจุบันที่ 5.7 บาท/ลิตร ต่อการขายน้ำมันดีเซลทุกลิตร

การฟื้นตัวของอุปสงค์หลังโควิดสิ้นสุดลง

เราเชื่อว่าการฟื้นตัวของอุปสงค์หลังโควิดส่วนใหญ่เกิดขึ้นแล้วในปี 2022 ปริมาณขายของ OR เพิ่มขึ้น 12% ในปี 2022 และต่ำกว่าระดับปี 2019 เพียง 3% เราคาดว่ากำไรเติบโตของปริมาณขายของ OR จะกลับสู่แนวโน้มปกติ และคาดว่ากำไรเติบโตของปริมาณจะอยู่ในระดับปานกลางที่ 5/3/2% ในปี 2023-25F

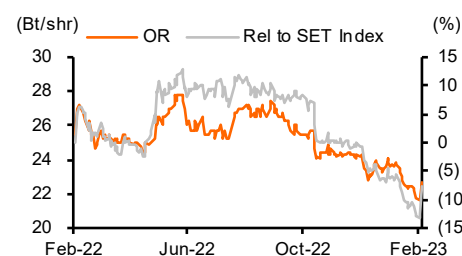
ธุรกิจ Non-oil มีอัตรากำไรที่ต่ำลง

OR เริ่มเห็นอัตรากำไรที่ลดลงตั้งแต่ 3Q22 เนื่องจากต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น ขณะที่อัตรากำไรลดลงใน 4Q22 แม้ราคาสินค้าในคาเฟ่เมซอนจะปรับขึ้น 5 บาท ก็ตาม เราคิดว่าแรงกดดันต่ออัตรากำไรจะยังคงดำเนินต่อเนื่องในปี 2023F เนื่องจากเราเห็นค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นเนื่องจากกิจกรรมทางการตลาดกลับมาหลังจากสิ้นสุดข้อจำกัดของโควิด-19 รวมถึง ค่าไฟฟ้า และค่าจ้างที่สูงขึ้น เราปรับ EBITDA margin ของ non-oil ลง 2-3pp เป็น 23.8/24.5/25.2% ในปี 2023-25F จาก 24.8% ในปี 2022F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	789,785	681,396	649,502	665,843
Net profit	10,370	10,720	11,635	12,104
Consensus NP	—	13,152	14,452	15,224
Diff frm cons (%)	—	(18.5)	(19.5)	(20.5)
Norm profit	10,326	10,720	11,635	12,104
Prev. Norm profit	—	12,101	12,680	12,863
Chg frm prev (%)	—	(11.4)	(8.2)	(5.9)
Norm EPS (Bt)	0.9	0.9	1.0	1.0
Norm EPS grw (%)	(6.2)	3.8	8.5	4.0
Norm PE (x)	26.4	25.4	23.4	22.5
EV/EBITDA (x)	14.5	15.9	14.7	13.7
P/BV (x)	2.6	2.5	2.3	2.2
Div yield (%)	1.5	1.5	1.7	1.7
ROE (%)	10.1	10.0	10.2	10.0
Net D/E (%)	(5.4)	(19.1)	(19.0)	(19.0)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 15-Feb-23 (Bt)	22.70
Market Cap (US\$ m)	7,938.7
Listed Shares (m shares)	12,000.0
Free Float (%)	23.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	14.0
12M Price H/L (Bt)	27.75/21.60
Sector	ENERG
Major Shareholder	PTT Pcl 75.00%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P8

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

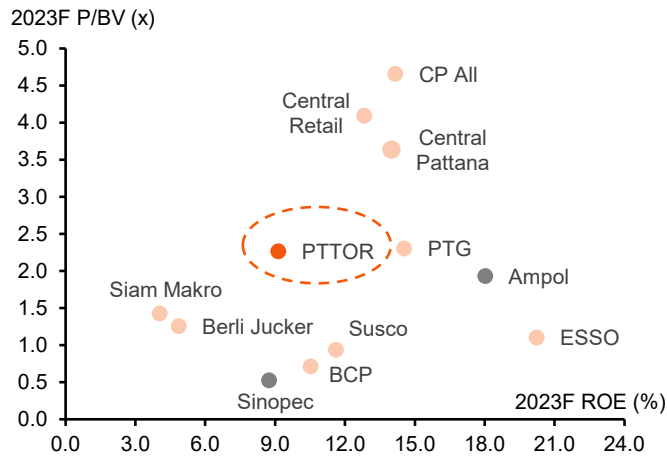


Ex 1: Our Profit And Assumption Revisions

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Net profit (Bt m)							
- New	10,896	8,791	11,474	10,370	10,720	11,635	12,104
- Old					12,101	12,680	12,863
- Change (%)					(11.4)	(8.2)	(5.9)
Normalized profit (Bt m)							
- New	10,712	9,218	11,009	10,326	10,720	11,635	12,104
- Old					12,101	12,680	12,863
- Change (%)					(11.4)	(8.2)	(5.9)
Sales volume (m liters)							
- New	12,078	12,547	11,777	13,133	13,741	14,145	14,423
- Old					14,248	14,655	14,928
- Change (%)					(3.6)	(3.5)	(3.4)
Sales volume growth (%)							
- New	4.1	3.9	(6.1)	11.5	4.6	2.9	2.0
- Old					4.6	2.9	2.0
- Change (%)					-	-	-
Marketing margin (Bt/liter)							
- New	1.06	0.97	1.15	0.98	0.97	0.97	0.97
- Old					0.99	0.98	0.98
- Change (%)					(3.0)	(1.8)	(1.8)
Non-oil EBITDA margin (%)							
- New	25.0	26.6	24.7	24.8	23.8	24.5	25.2
- Old					26.9	26.8	26.8
- Change (pp)					(3.1)	(2.3)	(1.6)

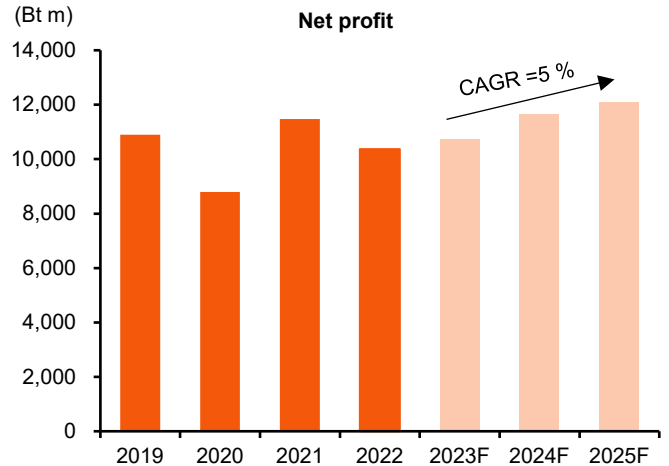
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: P/BV Vs. ROE (2023F)



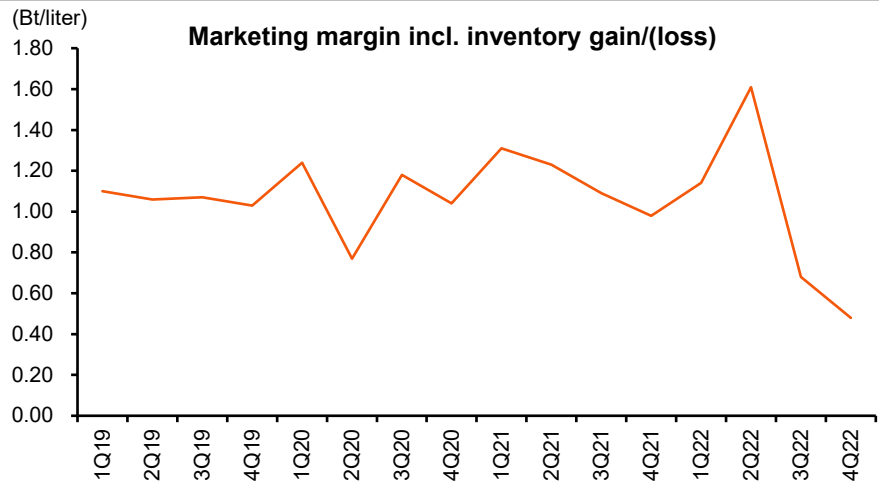
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: Unattractive Profit Outlook



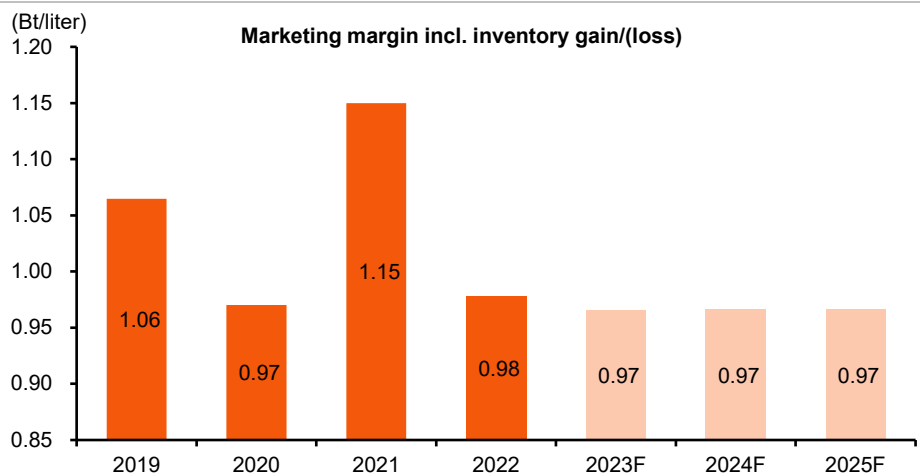
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: OR's Marketing Margin Was Hit By Several Factors In 4Q22



Sources: Company data

Ex 5: Despite A Potential Recovery From 4Q22 Low, Margin Still Set To Be Flat In 2023F



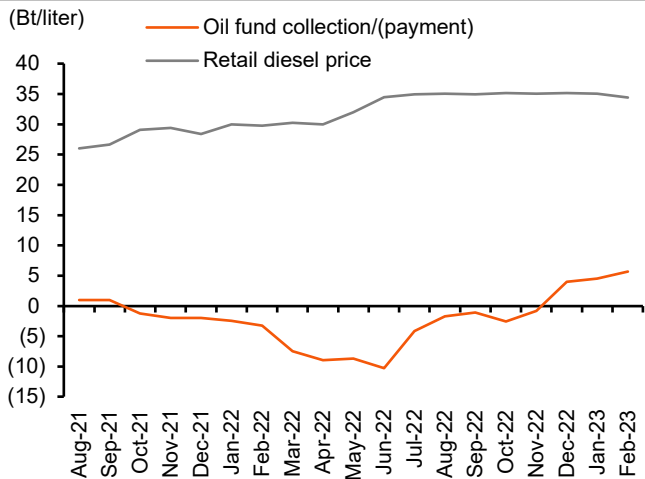
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Oil Fund Collection Rate Has Been Rising Faster Than The Fall In The Ex-Refinery Price (OR's Cost)

(Bt/liter)	Ex-refinery price	Tax	Oil Fund collection/(payment)	Conservative fund	Marketing margin	VAT	Retail diesel price
21-Nov-22	29.4	1.5	(1.0)	0.0	2.9	2.3	34.9
13-Feb-23	23.6	1.5	5.9	0.1	1.6	2.3	34.9
Change	(5.8)	-	7.0	0.0	(1.2)	-	-

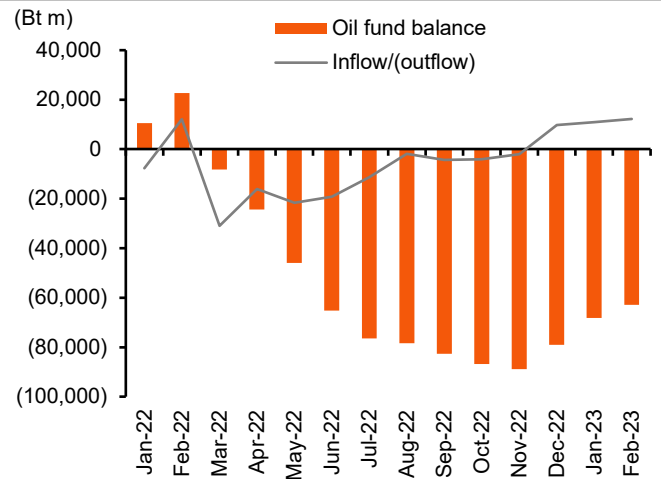
Source: EPPO

Ex 7: Diesel Retail Price Vs. Oil Fund Contribution



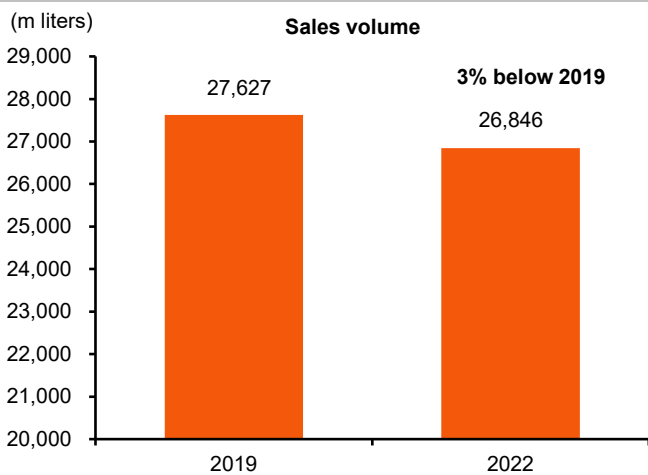
Sources: EPPO

Ex 8: Oil Fund In And Outflows Vs. Net Fund Position



Sources: OFFO, Thanachart estimates

Ex 9: OR's Sales Volume Already Near Pre-COVID Level

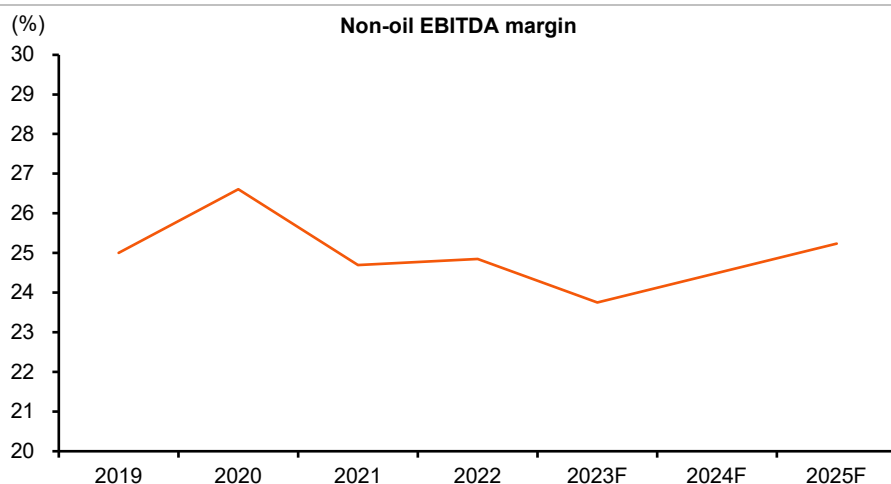


Sources: Company data

Ex 10: We Expect 2023-25F Sales Growth To Decelerate



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: We Expect Non-Oil EBITDA Margin To Fall In 2023F

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal Value
EBITDA & equity income	15,178	16,295	17,297	18,237	19,158	20,114	21,106	22,137	23,206	24,493	25,846	
Free cash flow	6,631	6,682	10,317	11,153	11,980	12,829	13,707	14,616	15,556	16,671	17,839	337,143
PV of free cash flow	5,737	5,377	7,722	7,598	7,556	7,494	7,415	7,322	7,216	6,827	6,736	127,311
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	7.5											
Terminal growth (%)	3.0											
Enterprise value - add investments	204,312											
Net debt (end-2023F)	(21,114)											
Minority interest	60											
Equity value	225,366											
# of shares (m)	12,000											
Equity value/share (Bt)	19											

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 13: Valuation Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div. Yield		— ROE —	
			23F (%)	24F (%)	23F (x)	24F (x)	23F (x)	24F (x)	23F (x)	24F (x)	23F (%)	24F (%)	23F (%)	24F (%)
Petrol station operators														
Pure petrol station operators														
PTT Oil And Retail	OR TB *	Thailand	3.8	8.5	25.4	23.4	2.5	2.3	15.9	14.7	1.5	1.7	10.0	10.2
PTG Pcl	PTG TB *	Thailand	24.5	16.5	20.1	17.3	2.6	2.4	6.3	5.6	2.5	2.9	13.2	14.3
SUSCO Pcl	SUSCO TB *	Thailand	12.2	2.6	9.1	8.8	0.9	0.9	4.8	4.5	6.6	6.8	10.5	10.3
Bangchak Corp	BCP TB *	Thailand	(50.4)	13.9	6.9	6.0	0.7	0.6	5.2	5.8	4.4	4.7	10.3	10.9
ESSO (Thailand)	ESSO TB *	Thailand	(48.3)	0.1	5.8	5.8	1.0	1.0	4.8	4.5	8.7	7.3	18.7	17.5
Average			(11.6)	8.3	13.4	12.3	1.5	1.4	7.4	7.0	4.7	4.7	12.5	12.6
Petrol station operators with other business														
Ampol	ALD AU	Australia	(13.5)	1.6	11.3	11.1	2.0	1.9	7.2	7.2	5.6	5.7	18.2	17.7
Sinopec	386 HK	China	1.2	0.0	7.1	7.1	0.6	0.6	3.6	3.7	8.9	8.8	8.7	8.2
Average			(6.1)	0.8	9.2	9.1	1.3	1.3	5.4	5.4	7.3	7.2	13.5	13.0
Average			(10.1)	6.2	12.2	11.4	1.5	1.4	6.8	6.6	5.5	5.4	12.8	12.7
Thailand retailers														
Berli Jucker	BJC TB *	Thailand	6.9	9.1	27.2	24.9	1.2	1.2	13.6	12.7	2.8	3.0	4.6	5.0
CP All	CPALL TB *	Thailand	60.3	38.9	30.3	21.8	4.8	4.3	11.3	9.6	1.7	2.3	17.2	21.2
Central Pattana	CPN TB *	Thailand	30.4	22.8	29.7	24.2	3.8	3.4	18.1	15.2	1.5	1.8	13.3	14.7
Central Retail Corp.	CRC TB *	Thailand	36.1	33.3	31.5	23.6	4.1	3.7	10.5	9.1	1.3	1.7	13.5	16.4
Siam Global House	GLOBAL TB *	Thailand	23.0	16.5	21.1	18.1	3.6	3.2	17.0	14.3	1.9	2.2	18.4	18.9
Home Product	HMPRO TB *	Thailand	17.7	17.5	26.7	22.7	7.6	7.0	15.4	13.5	3.0	3.5	29.6	32.1
Siam Makro	MAKRO TB *	Thailand	39.6	44.0	40.0	27.8	1.4	1.4	15.5	13.0	1.9	2.7	3.6	5.1
Average			30.6	26.0	29.5	23.3	3.8	3.5	14.5	12.5	2.0	2.5	14.3	16.2

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 15 February 2023 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. ปตท. น้ำมันและการค้าปลีก (OR) เป็นบริษัทชั้นนำในธุรกิจน้ำมันและค้าปลีกภายใต้กลุ่ม ปตท. ซึ่งเป็นผู้ประกอบการตลาดน้ำมันครบวงจรที่สุดในประเทศไทย OR ณ 1Q22 เป็นเครือข่ายที่ใหญ่ที่สุด โดยมีสถานีบริการน้ำมันทั้งหมด 2,312 แห่ง ทั่วประเทศ และมีส่วนแบ่งปริมาณ 41% (ณ ปี 2021) OR ยังเจาะตลาดในประเทศกัมพูชา ลาว และฟิลิปปินส์ อีกทั้งบริษัทฯ ยังมีธุรกิจ non-oil ที่แข็งแกร่ง ซึ่งคิดเป็น 21% ของ EBITDA ในปี 2021

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เครือข่ายค้าปลีกน้ำมันที่แข็งแกร่ง ซึ่งจะทำให้บริษัทฯ สามารถรักษาตำแหน่งอันดับที่ 1 ได้
- เป็นเจ้าของแบรนด์ก้าแพชั่นนำของประเทศไทย คาเฟ่เมซอน ซึ่งเป็นแม่เหล็กสำคัญของสถานีบริการน้ำมัน
- เป็นพันธมิตรที่แข็งแกร่งกับ 7-Eleven ผู้ประกอบการร้านสะดวกซื้ออันดับ 1 ของประเทศไทย

O — Opportunity

- ตลาดต่างประเทศสร้างโอกาสในการเติบโต
- งบดุลที่แข็งแกร่งของบริษัทฯ ช่วยให้เราสามารถหาธุรกิจใหม่หรือการลงทุนที่สามารถเสริมธุรกิจที่มีอยู่ได้

CONSENSUS COMPARISON

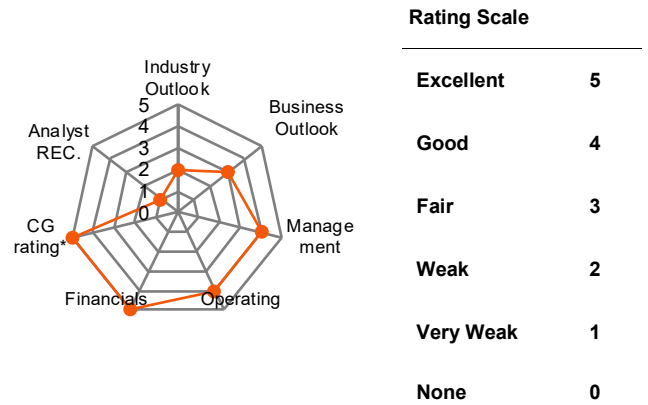
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	27.12	19.00	-30%
Net profit 23F (Bt m)	13,152	10,720	-18%
Net profit 24F (Bt m)	14,452	11,635	-19%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 6	SELL: 5

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไร 2022-23F ของเราน่าต่ำกว่าของ Bloomberg consensus เราเชื่อว่าเป็นเพราะเรามีสมมติฐานมาร์จิ้นที่ต่ำลงสำหรับธุรกิจน้ำมัน และธุรกิจ non-oil
- ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ฟังฟังร้าน 7-Eleven เป็นอย่างมาก การผิดสัญญามาตรฐานแฟรนไชส์กับ 7-Eleven อาจทำให้ความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจ non-oil ของ PTTOR ลดลง
- อยู่ในอุตสาหกรรมค้าปลีกน้ำมันที่มีการเติบโตต่ำ และการแข่งขันสูง
- กำไรผันผวนสูงเนื่องจากผลกำไร/ขาดทุนของมูลค่าสินค้าคงคลัง

T — Threat

- ความเสี่ยงจากการแทรกแซงของรัฐบาลเมื่อราคาน้ำมันสูง
- อัตราการเข้าถึง EV ที่เพิ่มขึ้น อาจทำให้ความต้องการใช้น้ำมันลดลง
- การกินส่วนแบ่งกันเองจากการขยายสาขา

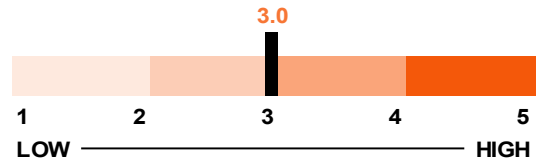
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การฟื้นตัวของอุปสงค์น้ำมันที่แข็งแกร่งเกินคาด เป็น upside risk ต่อคำแนะนำของเรา
- OR อาจซื้อธุรกิจ non-oil ใหม่ ที่อาจนำไปสู่ผลตอบแทนที่สูงกว่าที่คาด และลดความผันผวนของกำไร เป็น upside risk ต่อคำแนะนำของเรา
- การขยายตัวของ café Amazon ที่เร็วกว่าที่คาดไว้ อาจเป็น upside ต่อคาดการณ์ EBITDA ของเรา

Source: Thanachart

บริษัท ปตท. น้ำมันและการค้าปลีก จำกัด (มหาชน) (OR) เป็นธุรกิจซื้อขายน้ำมันและค้าปลีกของกลุ่ม ปตท. โดย EBITDA ใน 6M22 มาจากธุรกิจน้ำมัน 78% ธุรกิจค้าปลีก 17% และธุรกิจต่างประเทศ 4% ธุรกิจน้ำมันของ OR ไม่เกี่ยวข้องกับการผลิตหรือการแปรรูป แต่ซื้อขายในตลาดค้าปลีกผ่านสถานีบริการน้ำมัน 2,473 แห่ง และการขายส่ง ดังนั้นคะแนน ESG ของเราที่ให้แก่ PTTOR ที่ 2.98 จึงสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ที่ 2.8

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
OR	YES	YES	-	A	63.86	51.94	18.37	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
 Note: Please see third party on "term of use" toward the back of this report.

Factors Our Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- OR ไม่เปิดเผยการปล่อยคาร์บอน อย่างไรก็ตาม เพื่อให้สอดคล้องกับนโยบายของกลุ่ม ปตท. บริษัทฯ ตั้งเป้าที่จะมีความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2030 และตั้งเป้าปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 เนื่องจาก OR ไม่เกี่ยวข้องกับการผลิตและแปรรูปพลังงาน แต่ดำเนินธุรกิจด้านการค้าขาย เราจึงเชื่อว่า OR มีปัจจัยกังวลและความท้าทายในการบรรลุเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมน้อยกว่ามาก
- การออกแบบสถานีบริการน้ำมันของ OR เป็นไปตามแนวคิด "Friendly Design" ซึ่งช่วยลดการใช้ไฟฟ้า การตกแต่งทั้งในปั้มน้ำมัน และ Café Amazon นั้นทำมาจากวัสดุรีไซเคิลและของเสียบางส่วน
- เราคาดว่า OR จะเป็นหน่วยลงทุนของปตท. ในธุรกิจโครงสร้างพื้นฐาน EV ซึ่งรวมถึงสถานีชาร์จ EV ใดๆก็ตาม ความเร็วของการขยายตัวจะขึ้นอยู่กับจังหวะของการนำ EV มาใช้ในประเทศไทย

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- OR ดำเนินการตามนโยบายสิทธิมนุษยชนของกลุ่ม ปตท. ไม่มีกรณีร้องเรียนในปี 2021 ภายใต้แนวทางการจัดการที่ครอบคลุมนี้
- OR พัฒนากิจกรรมของพนักงานอย่างต่อเนื่องเพื่อเตรียมความพร้อมสำหรับธุรกิจใหม่ๆ และเพิ่มความสุขความพึงพอใจในการทำงานตลอดจนความสามารถของพนักงาน ผ่านแนวทางการทำงานแบบยืดหยุ่น และการทำงานที่บ้าน
- OR จัดสรรงบประมาณส่วนหนึ่งสำหรับการมีส่วนร่วมในกิจกรรมและบริการของชุมชน รวมถึงการให้ทุนการศึกษา การนำน้ำเสียที่ผ่านการบำบัดส่วนหนึ่งไปยังชุมชนเพื่อลดต้นทุนการทำฟาร์มและเพิ่มรายได้ และให้การสนับสนุนในช่วงที่ขาดแคลนน้ำ
- Cafe Amazon มีส่วนร่วมในการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมภายใต้แนวคิด Go Green โดยใช้วัสดุที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมและย่อยสลายได้ทางชีวภาพ เช่น แก้ว ไม้ไผ่ และอื่นๆ

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- คณะกรรมการของ OR ประกอบด้วยกรรมการผู้ทรงคุณวุฒิจำนวน 15 คน ซึ่งมีความเชี่ยวชาญหลากหลาย มีกรรมการอิสระ 4 คน และกรรมการหญิง 2 คน
- PTT ซึ่งเป็นบริษัทรัฐวิสาหกิจ ถือหุ้นในบริษัทฯ ในสัดส่วน 75% ซึ่งหมายความว่ามีความเสี่ยงสูงที่รัฐบาลจะเข้าแทรกแซงด้านการตลาดเมื่อราคาน้ำมันอยู่ในระดับสูง
- บริษัทฯ มีนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่เข้มแข็งตามกรอบการทำงานที่ได้รับรางวัลของกลุ่ม ปตท.
- งบดุลยังแข็งแกร่ง ด้วยมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนต่ำ บริษัทฯ มีแนวโน้มการเติบโตที่สูงในมุมมองของเรา โดยได้แรงหนุนจากธุรกิจ non-oil ที่แข็งแกร่ง

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	511,799	789,785	681,396	649,502	665,843
Cost of sales	475,592	750,677	644,242	612,713	627,900
Gross profit	36,207	39,108	37,154	36,789	37,942
% gross margin	7.1%	5.0%	5.5%	5.7%	5.7%
Selling & administration expenses	25,087	29,110	27,256	25,980	26,634
Operating profit	11,120	9,998	9,898	10,809	11,309
% operating margin	2.2%	1.3%	1.5%	1.7%	1.7%
Depreciation & amortization	7,910	8,362	5,953	6,232	6,850
EBITDA	19,030	18,360	15,852	17,042	18,158
% EBITDA margin	3.7%	2.3%	2.3%	2.6%	2.7%
Non-operating income	3,480	3,633	3,633	3,633	3,633
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,250)	(1,155)	(901)	(683)	(603)
Pre-tax profit	13,351	12,476	12,630	13,760	14,339
Income tax	2,719	2,638	2,400	2,614	2,724
After-tax profit	10,632	9,838	10,231	11,145	11,615
% net margin	2.1%	1.2%	1.5%	1.7%	1.7%
Shares in affiliates' Earnings	372	490	490	490	490
Minority interests	4	(2)	0	0	0
Extraordinary items	465	44	0	0	0
NET PROFIT	11,474	10,370	10,720	11,635	12,104
Normalized profit	11,009	10,326	10,720	11,635	12,104
EPS (Bt)	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
Normalized EPS (Bt)	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0

We expect profit growth to taper off from 2022 onward

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	126,066	136,552	111,614	108,199	109,923
Cash & cash equivalent	66,224	39,461	39,461	39,461	39,461
Account receivables	20,235	28,083	18,668	17,795	18,242
Inventories	24,432	27,474	17,650	16,787	17,203
Others	15,175	41,534	35,834	34,157	35,016
Investments & loans	5,948	8,743	8,743	8,743	8,743
Net fixed assets	42,663	44,363	52,732	59,362	65,026
Other assets	32,982	35,846	10,527	8,664	6,800
Total assets	207,659	225,504	183,616	184,969	190,492
LIABILITIES:					
Current liabilities:	51,730	68,660	29,490	27,255	27,975
Account payables	37,275	48,414	17,650	16,787	17,203
Bank overdraft & ST loans	93	4,689	0	0	0
Current LT debt	4,775	4,630	917	856	785
Others current liabilities	9,587	10,927	10,922	9,612	9,987
Total LT debt	29,502	24,488	17,430	16,257	14,910
Others LT liabilities	26,555	28,595	26,364	23,887	22,604
Total liabilities	107,787	121,744	73,284	67,399	65,488
Minority interest	54	60	60	60	60
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000
Share premium	23,497	23,497	23,497	23,497	23,497
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(66,086)	(66,195)	(66,195)	(66,195)	(66,195)
Retained earnings	22,407	26,399	32,971	40,208	47,643
Shareholders' equity	99,818	103,701	110,273	117,510	124,945
Liabilities & equity	207,659	225,504	183,616	184,969	190,492

OR has a strong balance sheet given limited capex for its existing business

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	13,351	12,476	12,630	13,760	14,339
Tax paid	(2,397)	(2,976)	(2,172)	(2,736)	(2,665)
Depreciation & amortization	7,910	8,362	5,953	6,232	6,850
Chg In working capital	366	249	(11,525)	874	(448)
Chg In other CA & CL / minorities	6,212	(23,033)	5,958	979	(54)
Cash flow from operations	25,441	(4,922)	10,844	19,109	18,022
Capex	(6,742)	(8,202)	(12,459)	(11,000)	(10,650)
Right of use	(3,446)	(1,102)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(1,155)	(2,796)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,735)	(3,804)	21,224	(2,476)	(1,284)
Cash flow from investments	(13,078)	(15,904)	8,765	(13,476)	(11,934)
Debt financing	(15,662)	550	(15,460)	(1,235)	(1,418)
Capital increase	53,497	0	0	0	0
Dividends paid	(4,423)	(6,464)	(4,149)	(4,398)	(4,670)
Warrants & other surplus	1,446	(23)	0	0	0
Cash flow from financing	34,858	(5,937)	(19,609)	(5,632)	(6,088)
Free cash flow	18,699	(13,124)	(1,615)	8,109	7,372

OR chooses to use cash to explore new businesses

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	24.7	26.4	25.4	23.4	22.5
Normalized PE - at target price (x)	20.7	22.1	21.3	19.6	18.8
PE (x)	23.7	26.3	25.4	23.4	22.5
PE - at target price (x)	19.9	22.0	21.3	19.6	18.8
EV/EBITDA (x)	12.6	14.5	15.9	14.7	13.7
EV/EBITDA - at target price (x)	10.3	12.1	13.1	12.1	11.2
P/BV (x)	2.7	2.6	2.5	2.3	2.2
P/BV - at target price (x)	2.3	2.2	2.1	1.9	1.8
P/CFO (x)	10.7	(55.3)	25.1	14.3	15.1
Price/sales (x)	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
Dividend yield (%)	1.2	1.5	1.5	1.7	1.7
FCF Yield (%)	6.9	(4.8)	(0.6)	3.0	2.7
(Bt)					
Normalized EPS	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
EPS	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
DPS	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
BV/share	8.3	8.6	9.2	9.8	10.4
CFO/share	2.1	(0.4)	0.9	1.6	1.5
FCF/share	1.6	(1.1)	(0.1)	0.7	0.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	19.4	54.3	(13.7)	(4.7)	2.5
Net profit (%)	30.5	(9.6)	3.4	8.5	4.0
EPS (%)	30.5	(9.6)	3.4	8.5	4.0
Normalized profit (%)	19.4	(6.2)	3.8	8.5	4.0
Normalized EPS (%)	19.4	(6.2)	3.8	8.5	4.0
Dividend payout ratio (%)	28.2	39.3	39.3	39.3	39.3
Operating performance					
Gross margin (%)	7.1	5.0	5.5	5.7	5.7
Operating margin (%)	2.2	1.3	1.5	1.7	1.7
EBITDA margin (%)	3.7	2.3	2.3	2.6	2.7
Net margin (%)	2.1	1.2	1.5	1.7	1.7
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.3)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	8.9	8.7	11.0	15.8	18.8
Interest coverage - EBITDA (x)	15.2	15.9	17.6	25.0	30.1
ROA - using norm profit (%)	6.2	4.8	5.2	6.3	6.4
ROE - using norm profit (%)	16.0	10.1	10.0	10.2	10.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	15.4	9.7	9.6	9.8	9.6
- asset turnover (x)	2.9	3.6	3.3	3.5	3.5
- operating margin (%)	2.9	1.7	2.0	2.2	2.2
- leverage (x)	2.6	2.1	1.9	1.6	1.5
- interest burden (%)	91.4	91.5	93.3	95.3	96.0
- tax burden (%)	79.6	78.9	81.0	81.0	81.0
WACC (%)	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
ROIC (%)	12.7	11.6	8.2	9.8	9.6
NOPAT (Bt m)	8,856	7,884	8,017	8,755	9,160
invested capital (Bt m)	67,963	98,047	89,159	95,161	101,178

Despite OR's asset-light strategy, returns are not superior to peers'

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. Arabesque S-Ray (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)

SET THSI Index (SETTHSI)

Nowadays, long-term investment tends to be more focused on sustainable companies. The financial statement performance and the consideration in environmental, social and governance (ESG) perspective are keys aspects for analysis.

SET has created a Thailand Sustainability Investment (THSI) list since 2015 for using as an alternative investment in the high performance ESG stocks for investors while, supporting the sustainable Thai companies. SET defines the sustainable companies as the companies that embrace risk management, supply chain management and innovations together with responsibility for environmental, social and governance aspects

As a result, SET has created the SETTHSI for the purpose of indicating the price of these sustainable companies that pass the market capital size and liquidity criteria.

Arabesque S-Ray®

The S-Ray data here is published with a 3 month delay. For the latest data, please contact sray@arabesque.com

Arabesque S-Ray® is a service (the "Service") provided by Arabesque S-Ray GmbH ("Arabesque S-Ray") and its branch and subsidiary companies. Arabesque S-Ray is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organized under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany. The Service is unconnected to any of the asset management activities conducted within the wider group of Arabesque companies, and is not investment advice or a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in investment services. RELIANCE - Arabesque S-Ray makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. ENQUIRIES - Any enquiries in respect of this document should be addressed to Arabesque S-Ray.

Arabesque S-Ray® - The ESG Score, ranging from 0 to 100, identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long run, based on the principles of financial materiality. That is, when computing the ESG Score of a company, the algorithm will only use information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by overweighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis to stay up-to-date

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, non of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody's.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy." Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed here.

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ดูแลและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 49 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2302A, AOT16C2305A, AOT16C2302A, BANPU16C2303A, BANPU16C2302A, BBL16C2305A, BCP16C2305A, BEC16C2305A, BGRIM16C2302A, BH16C2304A, BH16C2303A, BLA16C2302A, CBG16C2305A, CBG16C2302A, COM716C2305A, COM716C2302A, CPN16C2303A, CRC16C2303A, DELTA16C2305A, DOHOME16C2303A, EA16C2305A, EA16C2303A, ESSO16C2303A, ESSO16C2302A, GPSC16C2302A, GULF16C2302A, GULF16C2302B, GUNKUL16C2302A, HANA16C2303A, JMART16C2303A, JMT16C2305A, JMT16C2302A, KBANK16C2306A, KBANK16C2304A, KBANK16C2302A, KCE16C2305A, KCE16C2303A, KCE16C2302A, KTB16C2303A, MINT16C2302A, PTTEP16C2303A, RCL16C2303A, SAWAD16C2305A, SAWAD16C2302A, SCGP16C2303A, SET5016C2306A, SET5016P2303B, SET5016P2303A, (underlying securities are (ADVANC, AOT, BANPU, BBL, BCP, BEC, BGRIM, BH, BLA, CBG, COM7, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTB, MINT, PTTEP, RCL, SAWAD, SCGP, SET50). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอติวิณี ไตลัดจะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีดิวิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิวิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิजारุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Strategy, ประกัน, กระดาษ

จักร เรื่องสินภิญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

Tel: 662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุ่ง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์

Tel: 662-779-9107

nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร

Tel: 662-779-9198

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th
